

中银国际证券首席经济学家徐高:

# 人民币汇率将维持偏强双向波动格局

□本报记者 焦源源

## 三大因素影响人民币汇率

中国证券报:人民币对美元汇率自5月以来持续反弹,人民币走强背后有哪些支撑因素?

徐高:影响近几个月人民币对美元汇率的因素有三方面,其中两个支撑了人民币汇率,一个压制了人民币汇率。

人民币走强的第一个原因是美元走弱。5月以来,美元指数已从100左右下滑到93附近。美元走弱,包括人民币在内的其他货币自然会对美元升值。

人民币走强的第二个原因是目前中美之间相异的经济周期和宏观政策定位。中国已经率先从新冠肺炎疫情的冲击中走出,经济复苏情况较好。

中国货币调控已逐步从应对新冠肺炎疫情的超常宽松中退出。同期美联储延续季度宽松的货币政策基调。这样一来,中美利差进一步扩大,中美10年期国债收益率利差近期已扩大至240个基点左右。这些因素支撑人民币汇率走强。

对人民币汇率起制约作用的因素是外围环境的不确定性。近几个月人民币尽管对美元升值,但对其他不少货币却是贬值的。5月初以来,人民币对欧元贬值近6%。这背后是外围环境不确定性对人民币汇率的压制。

中国证券报:人民币汇率未来走势如何?是否已进入长期升值通道?

徐高:目前还不能说人民币已进入长期升值通道。人民币走强和走弱的因素仍同时存在,人民币对美元汇率应会呈震荡趋势。

一方面,中国在全球经济中的地位以及在全球治理中的话语权不断上升。中国的货币政策也相对克制,而不会像美联储那样长期维持超宽松态势。中美之间货币政策的差异将继续支持人民币走强。

另一方面,美元指数已接近阶段性底部,进一步走弱空间有限。美国经济也在持续复苏,与中国经济之间的差异会逐步减小。人民币升值开始给国内出口企业带来压力。这些因素会抑制人民币进一步升值。

基于这两方面原因,人民币还将维持偏强的双向波动格局。

## 美国不会放弃“美元霸权”

中国证券报:有观点认为,为了重塑制造业竞争力,美国可能主动放弃“美元霸权”,你怎么看?



中银国际证券总裁助理兼首席经济学家徐高近日在接受中国证券报记者专访时表示,人民币汇率在未来应该会维持偏强的双向波动格局。美国可能会压低美元汇率刺激出口,但不会主动放弃“美元霸权”。

我国在资本项目开放问题上应持谨慎态度,必须立足国情,坚持循序渐进原则,在长期过程中逐步完成。当前可进一步推进国内利率市场化。

此外,在可预见的未来,包括人民币、欧元、日元、SDR(特别提款权)等在内的各种货币和支付工具都不具备挑战美元的可能。因此,美国可能会压低美元汇率以刺激出口,降低以美元计价外债的实际价值,但不可能、也不会主动放弃所谓“美元霸权”。

中国证券报:顺应国内经济对外开放的大趋势,对于人民币汇率机制改革,你有哪些建议?

徐高:人民币汇率机制改革应坚持“稳中求进”的基调。增强人民币汇率弹性不是最终目的,通过更有弹性的汇率缓冲来自海外的冲击,保证国内货币政策的独立性才是目的。因此,汇率不能为了浮动而浮动。

在增强人民币汇率弹性方面,人民银行已做了很多工作,将人民币汇率决定权更多交给了市场,应更为注重对汇率预期的管理和引导。此外,国内金融市场需做相应改革,给企业对冲汇率波动风险提供更多金融工具。

## 资本项目开放应持谨慎态度

中国证券报:在当前环境中,应如何更好推进资本项目开放?

徐高:我国在资本项目开放问题上还应持谨慎态度。所谓“资本项目可兑换”没有明确标准,国际货币基金组织也只列出七大类四十个子项的清单,但没有规定实现其中多少项即可被认为是实现了资本项目可兑换。短期内大量资金跨境流动对经济的负面影响是显而易见的。

中国资本项目开放必须立足国情,坚持循序渐进原则,在长期中逐步完成。当前情况下可进一步推进国内利率市场化,完善国内金融市场,以更好应对资本流动带来的冲击。

在风险可控前提下,需培育新的资本市场工具,扩大外国金融机构的参与,放松资本账户交易管制,培育国内实体企业和金融机构应对资本流动冲击的能力。需坚持宏观审慎管理措施,系统性地监测和防控资本流动带来的风险。



新华社图片

# 出台金控监管办法将推动机构规范发展

□北京金融控股集团党委书记、董事长 范文仲

近日,人民银行发布《金融控股公司监督管理试行办法》,对金控公司开展准入管理,并实施监管,这标志着我国金控公司行业监管进入新时期。《金控办法》的实施有利于建立规范有序的市场制度环境,促进金控公司行业稳健运营,良性发展。

## 填补监管制度空白

2008年爆发的国际金融危机凸显了金融集团在维护全球和地区经济稳定中的重要地位。金融集团经营范围广、构成复杂,涉及受监管实体和未受监管实体(如特殊目的公司和未受监管的控股公司),给监管带来很大挑战。危机显示,原有的全球监管体系未能全面覆盖金融集团的所有经营活动,也未能准确评估上述活动给金融体系带来的影响和成本。

在这次国际金融危机之后,各国监管机构都以此为鉴进行了一系列的监管体制改革。在跨时间的维度上,国际上针对宏观金融体系的主要金融风险提出了一系列改进措施,包括解决金融体系周期性的横向波动问题,出台了一些逆周期调控的工具。在跨空间的维度上,针对宏观审慎层面出现的监管真空,加强了关键的金融节点的监管力度,美国、英国、日本、欧盟等主要国家和地区对金控公司的规定进行系统的、有针对性的调整。2012年,国际上三大金融监管组织——巴塞尔银行监管委员会、国际证监会组织、国际保险监管协会组成的联合论坛发布了《金融集团监管原则》,该版监

升,部分非金融企业通过发起设立、并购、参股等方式,投资控股了多家、多类金融机构,形成了一批具有金融控股公司特征的集团。其中,一些金融集团如明天系、安邦系等野蛮生长,体量大,业务杂,关联风险高,金融业风险和实业风险交叉传递,风险不断累积和暴露,不仅损害金融机构和投资者的权益,而且带来区域性、系统性风险。

党中央、国务院对此高度重视,指出要将大型金融控股平台纳入监管,补齐监管短板。人民银行制定出台《金控办法》,对金控公司开展市场准入管理,实施监管,有利于填补监管制度空白,规范金融市场秩序,防范化解风险,增强金融服务实体经济的能力。

## 体现科学审慎管理原则

《金控办法》按照宏观审慎管理的理念,对非金融企业投资形成的金控公司依法准入,实施监管,将市场准入作为防控风险的第一道门槛,设立了明确的准入条件。将金融控股集团作为一个整体实施监管,以并表管理为基础,对并表范围内的公司治理结构、整体资本和杠杆水平、关联交易、整体风险敞口等方面进行全面持续管控,可有效识别、计量、监测和控制金融控股集团的总体风险状况。针对金控公司结构复杂的特点,对资本、行为等进行全面、持续、穿透监管,可准确识别实际控制人和最终受益人,防止隐匿真实的控制关系;可穿透核查资金来源真实性,防止虚假注资、循环注资;可规范经营行为,防范风险交叉传染,促进经济金融良性循环。

《金控办法》通过正负面清单方式,严格了股东资质监管,在核心主业、公司治理、财务状况、股权结构、风险管理等方面提出要求,并区分不同类型股东,实施差异化安排,对控股股东和实际控制人提出更高的要求;同时,明确了禁止金控公司控股股东从事的行为,以及不得成为金控公司主要股东、控股股东或实际控制人的情形。这些监管措施可有效防止一些实力不

强、投资动机不纯、风险管控能力及合规经营理念不强的企业,通过设立或入股金控公司获取更多金融牌照,利用金控公司开展不当关联交易、套取资金等行为。

《金控办法》对金控公司的股权结构、公司治理和风险管理提出了规范要求,要求金控公司具有简明、清晰、可穿透的股权结构,与自身资本规模、经营管理能力和风险管理水平相适应,不得反向持股、交叉持股;要求金控公司完善公司治理结构,依法参与所控股机构的法人治理,不干预所控股机构的独立自主经营;要求金控公司加强全面风险管理,强化公司治理和关联交易监管,完善风险“防火墙”制度,允许在控制风险的前提下发挥集团内部的协同效应。这些规定对于规范金控公司经营发展、遏制资金向金融领域盲目扩张、提升金融服务实体经济的能力、防范区域性系统性金融风险具有重要意义。

为稳妥实施,人民银行在全国选取了具有代表性的五家企业开展模拟监管试点。北京金控集团作为试点机构之一,在人民银行的指导下,规范公司治理,构建了全面风险管理体系,并积极参与对《金控办法》的征求意见,根据实际情况反馈修改建议。人民银行根据试点情况,对办法进行了修改完善,提高了针对性和可操作性。

## 利于金融机构有序竞争

对非金融企业集团而言,从短期来看,一些与《金控办法》监管要求有一定差距的企业,需要根据办法要求进行调整,将金融业与实体经济分离,压缩股权层级,规范公司治理和并表管理;个别通过违法违规手段快速扩张的金融控股集团,将通过严格监管纠正其行为。从长期来看,《金控办法》的实施有利于建立一个规范的市场环境,促进金控公司规范运营、良性发展。

对金融机构而言,由股权架构清晰、风险隔离机制健全的金控公司作为金融机构控股

股东,依法合规参与所控股金融机构的法人治理,有助于金融机构规范发展;金控公司为金融机构提供流动性支持,促进金融机构稳健经营。同时,可发挥金控公司资源优势,形成协同效应,为各类企业和消费者提供多元化金融服务,提升服务经济高质量发展的能力。

对金融行业而言,通过规范金控公司监督管理,在公司治理、财务状况、股权结构、风险管理方面加强日常监管,对资金往来进行穿透管理,可增强金控公司及所控金融机构抵御风险的能力,进而防范金融风险。同时,通过建立风险隔离机制,将金融业风险和实业风险有效隔离,让金融回归本源,提高金融行业的竞争力,提升社会的福利边界,增强金融服务实体经济的能力。

总体看,《金控办法》实施有利于各类机构有序竞争,有利于治理金融乱象、整顿金融秩序,防范系统性金融风险。

## 建议设置合理过渡期

笔者对《金控办法》的实施提出几点建议。一是设置合理的过渡期。《金控办法》考虑了市场承受能力,设立了过渡期。在实施过程中,建议综合考虑不同类型机构的情况,科学合理设置过渡期,引导存量企业有序调整、平稳实施。

二是坚持审慎原则。在《金控办法》实施前期,在金控公司准入管理及优化金融布局方面坚持审慎原则,把握节奏,防止一哄而上、遍地开花。

三是加强政策支持。鼓励地方政府以落实《金控办法》为契机,对金融资源进行优化整合,提高服务实体经济的能力。在此过程中,对承担国有金融资本运营职能的平台,以及为贯彻落实金控办法新设的金控公司,可考虑对其投资金融机构持股比例等方面给予有针对性的安排,并科学把握金融监管政策中相关限制性规定与《金控办法》要求的机构控制力之间的合理平衡。

# 上市公司应加强战投资资源定量分析

□华东理工大学 郑依彤

今年再融资新规实施后,发行价格折扣从九折调整为八折,向战略投资者锁价发行的锁定期则从36个月缩短至18个月。一时市场预期再融资的春天到来,超过100家上市公司发布向战投锁价发行股票的再融资预案,战投中不乏腾讯、阿里等大型资本团体,再融资市场开始活跃。

究竟谁才是符合标准的战投?这个问题摆在了所有想通过再融资引入战投的上市公司面前,也涉及到上市公司未来再融资的安排。

## 强调主观匹配性

根据证监会在今年3月20日发布的《发行监管问答——关于上市公司非公开发行股票引入战略投资者有关事项的监管要求》判断战投是否合格的关键在于其是否真的有意愿、有能力导入战略资源,同时匹配相应的约束机制。

笔者认为,首先,不仅看客观能力,还要看主观匹配性。监管问答开篇就要求战投“具有同行业或相关行业较强的重要战略性资源”以及“与上市公司谋求双方协调互补的长期共同战略利益”,前者是客观能力,后者则是主观意愿。从近期公告的反馈意见回复中,很多上市公司都对战投的客观能力做了详细描述,包括为上市公司导入市场资源、压缩成本等,但是对主观意愿尤其是战投投资者与上市公司选择彼此作为合作方的原因却鲜有回复。事实上,这是市场判断双方未来合作效果的重要信息。上市公司理应进一步阐述其与战略投资者之间形成合作的具体过程,以分析双方的合作意愿,以证明双方合作的真实性与合理性。当然,也有部分上市公司在反馈意见回复中提及双方的商业渊源,但分析与证明依然不足。

其次,不仅要定性描述,还要定量分析。目前上市公司越来越注重对战投资资源的定量分析,一旦上市公司公告了战投资资源的定量标准,未来保荐机构就可以在持续督导过程中以此为标准进行持续督导。如果战投后续引入的战略资源没有达到曾经披露的标准,监管机构就可以给予其一定的约束措施,比如,延长股票锁定期。这种将锁定期长短与导入资源多少相关联的设计,符合监管问答中“愿意长期持有上市公司较大比例股份”的要求。

## 导入资源具有领先性

除了符合上述要求,能够为上市公司导入资源,监管问答还进一步要求战投为上市公司导入的资源应具有国际国内的领先性。如何理解领先性?

笔者认为,首先,中国的上市公司市值跨度大,市值在50亿元以下的中小市值上市公司也有一定数量。例如,一家50亿元市值、净利润为5000万元的上市公司,如果能引入新的销售与采购渠道、产品方案、或者新的业务类型,有助于打破上市公司目前传统的的产品设计、有限的销售渠道、保守的经营思维等,上述改变对于上市公司而言显然是“战略”性的,但即便如此,净利润即使增长100%,也刚刚超过1亿元。此种规模的上市公司可能很难吸引到知名投资者,更有可能与具有一定渠道、市场、产品资源的战略投资者合作,战投甚至可能是上市公司曾经的商业伙伴。

其次,上市公司已经是企业中的佼佼者,其所生产和提供的细分产品与服务在一定的行业、地域范围内通常都具有领先性。相应的,战投也应该在特定的细分行业、产品、地域等方面有对等的资源影响力。但这与战投是否具有显赫的身份无关,因此不宜单纯以战投的品牌影响力、组织形式等作为判断标准,只要其在某细分领域具有领先性,其实也应该是符合相关规则基本原则的。

## 机制设计有内在平衡逻辑

战投身份的判断如此重要而敏感,主要原因在于锁价引入战投的机制下,上市公司可以通过选择合适的时点锁定价格,让战投能以更有利的价格获得股票。

再融资与战投标准的机制设计有其内在的平衡逻辑。首先,战投获得更低的价格后,需要锁定18个月,相较于市场价格发行的方式长了12个月,战投实际承担了更多上市公司的业绩与股价波动的风险,乃至市场下行的风险,从历史数据来看,2016年成功发行的锁定期定增的项目有462个,到2018年底浮盈的项目仅有68个。

其次,战投获得更低价格的对价就是其需要向上市公司导入战略资源,而这一点是其他中小股东所不具备的能力。在这个问题上,上市公司需通过严格遵循证监会发布的监管要求,向市场阐述、向监管部门证明战投合作的意愿、能力和战投愿意接受一定的约束措施等。

诚然,市场对于上市公司锁定价增引入战投项目的高浮盈率存疑有其合理性,甚至这是大部分投资者对此类项目的第一反应,所以人们才会关注“究竟谁才是符合标准的战投”这个问题。但要解决这个问题,除了技术层面对战投进行更为细致的分析并给予更多的约束以外,还需要各方不畏“浮盈”遮望眼的高度,以及尊重规则、尊重市场的态度。